

□ 经济理论与现实

金融稳定对经济增长的非线性影响机制研究

刘金全, 潘长春

(吉林大学 数量经济研究中心, 吉林 长春 130012)

摘 要:文章采取主成分分析法拟合出我国的金融稳定指数,随后采用区制转移模型测度二者间的非线性依存机制,结果发现:金融稳定对经济增长的影响的确具有显著的非线性特征,其中,在金融危机时期二者间并不存在显著的依存关系,而自经济发展步入“新常态”时期后,二者间的依存特性显著提升,并呈现出明显的协调发展态势。因此,政府和有关部门应继续坚持当前多重矛盾平衡治理的发展理念,在确保经济不失速下滑的同时维持金融体系的安全运转。

关键词:经济增长;金融稳定;区制转移模型

作者简介:刘金全,男,经济学博士,吉林大学数量经济研究中心教授、博士生导师,教育部“长江学者”特聘教授,从事宏观经济计量分析领域内的相关研究;潘长春,男,吉林大学数量经济研究中心博士研究生,从事宏观经济计量分析领域内的相关研究。

基金项目:国家社科基金重大项目“引领经济发展新常态的市场基础、体制机制与发展方式研究”,项目编号:15ZDC&008

中图分类号:F064.1 **文献标识码:**A **文章编号:**1000-7504(2016)04-0045-06

引言

自我国经济发展步入“新常态”时期以来,中国经济开始进入系统性调整阶段。其中,有关如何统筹“稳增长与防风险”的探讨已然成为当前经济金融工作领域内的重点议题。特别是发轫于2014年末的本轮资产价格巨幅波动再次表明:即便是在经济周期收缩阶段,金融风险依旧可以处于高位水平,值得我们给予充分重视。实际上,许多学者都曾对经济增长与金融稳定间的钩

稽关系进行研究,但却并未形成统一定论。具体而言,其研究进展主要有三,早期的研究认为:金融体系能够起到良好的资金融通功能,优化资源配置,因此,随着金融体系稳定性的不断增强,其将对经济增长产生积极的促进作用(King和Levine, 1993)^[1]。然而,许多学者对次贷危机时期附近的样本进行研究后发现,金融体系易在经济繁荣时期累积潜在金融风险,导致金融稳定性减弱;并在经济进入紧缩期后进行风险释放,从而使金融体系稳定性回归至理性区位,即二者间

存在着反向依存关系。此外,近期还有部分学者发现:金融稳定与经济增长间的依存机制具有明显的非线性特征,而造成这一现象的主要原因则在于实体经济周期与金融周期期间的错配(万晓莉,2008;Liang和Alan,2012;邓创和徐曼,2014)^{[2][3][4]}。

通过简要回顾以往的相关研究不难发现,尽管有关金融稳定对经济增长影响机理的研究尚未形成统一论,但有一点可以肯定,即二者间的作用关系绝非是简单的线性依存关系,其具有明显的阶段性特征和时变特性。有鉴于此,笔者将采取区制转移模型深入探究我国金融体系稳定性对经济增长影响的非线性特征,测度经济“新常态”时期下,金融稳定对经济增长的影响机理,从而为未来一定时期内的金融风险治理与系统性紧缩风险防范提供相应的经验证据与对策建议。

一、中国金融体系稳定性指数的构建及其运行态势分析

一般而言,金融稳定包含金融机构稳定性与金融市场稳定性两个方面。首先,就金融机构稳定性的角度而言,银行体系作为金融机构资金金融通的中枢系统,起到决定整个金融机构稳定性的关键作用(刘金全等,2015a)^[5]。而就金融市场稳定性的角度而言,其主要包括资本市场与房地产市场两个测度(张洪涛和段小茜,2006)^[6]。因此,本文参照以往相关研究,选取能够代表我国银行体系稳定性、资本市场稳定性以及房地产市场稳定性的多项基础数据指标,采用标准化的主成分分析法进行数据拟合,进而获取我国样本期间的金融稳定指数。

具体而言,选取银行体系资本充足率,存贷比,各项存款同比增长率,各项贷款同比增长率,坏账比率共5个指标反映我国银行体系的稳定性状况;选取上证指数对数收益率,上证A股市盈率,上证A股市值/GDP与沪深两市平均价差共4项指标反映我国资本市场稳定性状况;选取国房景气指数反映我国房地产市场的稳定性状况;最后,选取M2/GDP、外汇储备/GDP和固定资产投资增长率共3个指标反映我国宏观金融稳定状况。基础指标共计13个。随后,利用金融稳定指数均值加上0.5倍标准差作为金融体系稳定性的风险

预警线,样本期间为2004年1月至2015年12月,金融稳定指数的走势如图1所示:

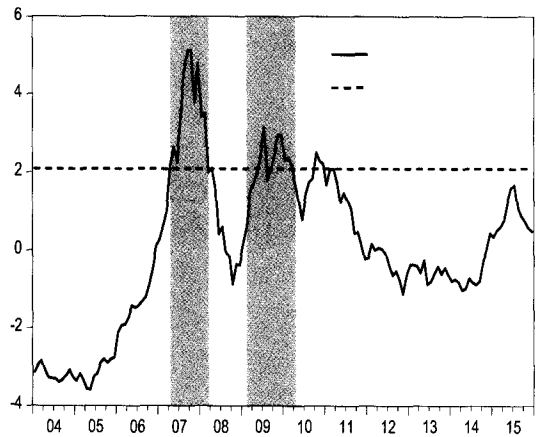


图1 中国金融稳定指数 FCI

图1刻画了我国金融稳定指数在样本期间内的走势,首先,需要对其拟合过程做三点说明,第一,由于不同指标存在量纲差异,因此为消除数据量纲对合成指数的影响,在此采用标准化的主成分法进行指标拟合;第二,由于不同指标示性方向不尽相同,因此,在进行主成分拟合前对所有指标进行了同向化处理,其中,合成指数取值越小,代表金融体系稳定性越强,反之则代表金融体系稳定性越弱;第三,在对主成分进行提取的过程中,采用累积方差贡献度达到85%作为基准,其中,前两大主成分的累积方差贡献度为91.28%,已超过基准水平,故在此采用前两大主成分对金融稳定指数FCI进行标准化拟合。

随后,观察图1的走势不难发现,我国金融体系稳定性在样本期间内的多数时期均处于警戒线下方,表明从长期的角度来看,我国金融体系基本上处于较为稳定的运行状态,不存在过高的系统性风险;但其在2007年4月至2008年3月以及2009年2月至2010年4月两个较短的时段内均超过了警戒线水平,表明样本期间内也存在着金融体系脆弱性较强的时期。实际上,回顾这两段历史时期内我国金融体系的运行状况不难发现,2007年4月至2008年3月正是我国资本市场最为繁荣的时期。这期间,上证指数一直处于4000点以上的高位区间,资本市场投机追涨现象严重,导致此段期间内金融稳定指数急速攀升,并迅速跃迁至警戒线上方,使整个金融体系进入了高度脆弱状态。而2009年2月至2010年3月

是我国房产市场局部过热的典型阶段,其间,国房景气指数同比增幅一度高达5个百分点,导致房地产市场投机氛围浓重,并使得金融稳定指数再度回升至警戒水平之上。尽管这两次金融脆弱时期的形成机理不尽相同(2007年4月至2008年3月内的金融脆弱主要是由资本市场投机行为所引致;2009年3月至2010年4月内的金融脆弱主要是由房产市场局部过热所引致),但二者均由局部过热引发了整个体系的高脆弱状态,说明金融体系是一个有机整体,其中,任何一个组成部分(资本市场、房产市场、银行体系等)的发展失衡绝非是独立现象,其具有较强的外溢性和传染性,继而使整个体系陷入不稳定状态,因此,采用多部门合成指标进行金融稳定状况监测更有利于把握金融体系的整体运行状况,这会避免单一指标监测忽视金融风险外溢性的弊端(刘金全和刘达禹,2014;刘金全等,2015b)^{[7][8]}。

此外,图1中,金融稳定指数在两段高脆弱时期后的走势同样发人深省。其中,在2008年4月至2009年3月间,金融稳定指数具有典型的V型波动特征。造成这种现象的主要原因在于:“次贷危机”的爆发使得我国资本市场投机泡沫在短期内迅速破裂,导致金融体系在短期内出现了自发性的风险释放,而这种风险释放方式的主要特征即是:历时短、代价高、不确定性强。随后,政府和货币当局为防范金融风险持续发散对实体经济产生的外溢影响,先后采取出台“四万亿”救市计划和放宽广义货币供给的方式向市场注入流动性,这使得经济在短期内迅速反弹,但也使得金融稳定状况再度下降,出现了V型反转态势。

与该段时期不同,自2010年4月以后,我国金融体系一直处于较为安全的运转状态,金融稳定指数的走势具有缓起缓落的新特征,并且在相邻期间内不存在大幅波动,这说明在此轮房产局部过热时期后的金融风险治理更具成效,其并不存在政策执行后的远期福利成本。实际上,自2010年以后,政府和货币当局开始越发意识到应急性宏观调控举措的双刃剑效应,并开始有序地退出“大水漫灌”式的货币政策调整模式,更加注重财政政策的局部着力特征和货币政策的预调微调功能。对比金融稳定指数在两段脆弱时期

后的修复过程不难发现,应急性的强刺激措施易于产生不利的后续影响,使金融稳定的波动性大幅上升,不利于公众树立稳定的政策预期,严重时甚至会再次诱发危机;相比之下,适时适度的预调微调和有计划的预期管理则能使金融体系在长期内安全运转,从而降低政策执行成本、提高宏观调控效率。

然而需要指出的是,虽然政府在经济“新常态”时期下对金融稳定的治理较“次贷危机”时期相比更具成效,但是现阶段的经济紧缩风险也同样高于该段历史时期。一个突出的表象在于:“次贷危机”时期内,尽管政府的应急性宏观调控举措在短期内提高了系统性金融风险,但其的确起到了良好的逆周期扩张作用,使得我国经济增速在2009年1季度发生触底性反弹(2009年1季度实际GDP同比增速为6.6%,是自市场经济体制改革以来20年间经济增速的阶段性的谷底),这说明在以往时期内,经济增长与金融稳定之间存在着明显的权衡取舍关系;然而就近期的经济运行状况来看,尽管2014年10月至2015年6月同样出现了资本市场过热导致金融风险上升的状况;但是实体经济运行状况却未随之发生改变,宏观经济运行依旧呈现出较大的下行风险。这说明,现阶段金融稳定与经济增长间的依存机制较“次贷危机”时期可能发生了根本性改变,二者间的作用机制可能已不是简单的权衡取舍关系,如若处理不当,系统性紧缩风险可能会与金融风险协同上升。因此,为深入剖析不同历史时期内金融稳定对经济增长的影响机制,下文中笔者将采用区制转移模型对其进行计量检验。

二、我国金融稳定指数对经济增长影响机制的区制转换特性识别

区制转移模型的核心经济意义在于对经济运行阶段进行区制划分,从而使研究者能够甄别经济变量间的作用机制在不同经济波动阶段内的异同(刘金全等,2015c)^[9]。其具体估计原理如下。

首先,假设样本期间内经济变量间的作用关系存在多种状态区制,并将其记为 $S_t=i, i=1, 2, 3, \dots$,而自变量与因变量间的作用机制将会随着区制的转换而发生改变,这也就意味着区制转移

模型可以准确地测度经济增长与金融稳定间的依存关系随着时间的推移而发生的变化,继而可以用于检验不同金融稳定理论在我国不同历史

文中,将对区制转移模型进行参数估计。此处的参数估计由 OxMetrics6.0 软件完成,具体结果如图2和表1所示。

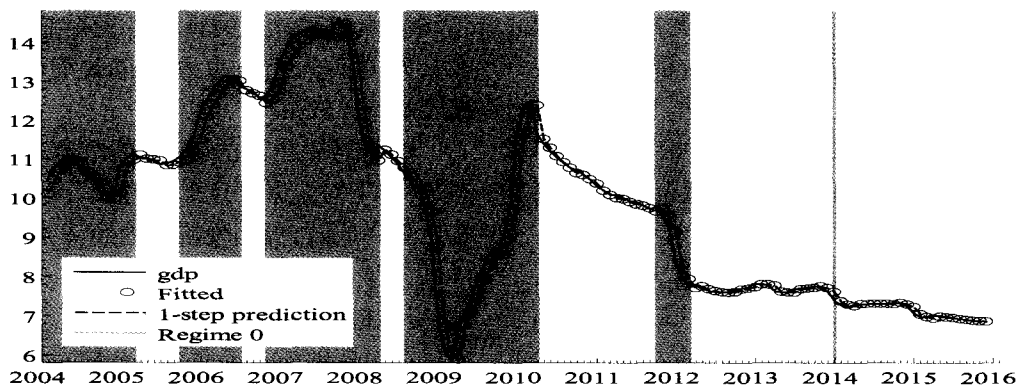


图2 经济增长率及区制转移模型拟合图

时期内的适用性。

需要指出的是,由于本文旨在探究金融稳定对经济增长影响机制的非线性特征,因此将金融稳定指数 FCI 设定为状态转移变量,随后根据极大似然估计发现,当状态参量取2时,模型拟合优度最高,故在此令经济增长与金融稳定间的依存机制在两区制内变动,进而可用公式将二者间的关联关系表达如下:

$$y_t = c + \beta y_{t-1} + \alpha(S_{it}) FCI_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

这里, y_t 代表经济增长率, c 是固定系数常数项,参数 β 用以刻画经济增长惯性, $\alpha(S_{it})$ 代表状态转移参量(即金融稳定指数 FCI 对经济增长率的影响系数)。通过公式(1)可以看出,金融稳定对经济增长的影响系数将随着时间的变化在两区制内进行转变,这就意味着,研究者可以利用区制转移模型刻画二者间的非线性关联机制。下

图2是经济增长率和区制转移模型的拟合曲线在样本期间内的走势,其中,实线部分代表经济增长率的实际值,点线部分代表区制转移模型的拟合值,虚线部分代表基于卡尔曼滤波的模型一步预测值,而灰色区域和白色区域分别代表经济增长高波动区制与低波动区制。观察图2不难发现,3条曲线的走势高度耦合,表明区制转移模型的拟合优度极高(其中,区制1内的拟合优度为0.977,区制2内的拟合优度为0.984);此外,就区制划分的情况来看,自2004年我国固定资产投资加速时期开始直至2010年欧债危机结束为止,经济增长率与金融稳定指数间的依存关系基本处于区制1所刻画的状态;而自2012年我国经济增速再次跌破8%以后,二者间的依存关系则一直稳定在区制2的状态当中。这说明在我国,经济增长与金融稳定间的依存关系具有明显的非线性

表1 区制转移模型参数估计结果

参数	系数	标准差	T值	P值
c	0.139***	0.040	3.48	0.001
β	0.949***	0.004	201.35	0.000
FCI_0	0.011	0.012	0.92	0.361
FCI_1	-0.02***	0.006	-3.43	0.001
σ_0	0.545***	0.048	11.30	0.000
σ_1	0.057***	0.007	7.97	0.000
$P_{\{0 0\}}$	0.915***	0.039	23.41	0.000
$P_{\{1 1\}}$	0.926**	0.036	2.04	0.043

注:区制0代表高波动区制,区制1代表低波动区制

性特征,特别是当经济运行进入“新常态”时期以后,二者间的依存机制较以往(危机时期)相比已发生了根本性改变。

结合表1中双区制模型的估计结果可以看出,区制0与区制1内,模型标准差的估计结果分别为0.545和0.057,并且均能在1%的显著水平下拒绝原假设,这说明样本在不同时期内具有明显的区制转换特性。其中,区制0内经济增长的波动率约为区制1内的10倍,表明样本前期(主要是投资加速期与两次危机时期)经济增速的变动较不稳定,其对外生冲击的反应较为强烈。

而自2012年我国经济增速跌破8%后,宏观经济运行逐渐步入了“新常态”时期,尽管经济增速的绝对水平有所下滑,但其波动率极低,基本实现了“稳回落、长收缩”的理性形态,这说明政府的“稳增长、调结构、促改革、惠民生、防风险”的战略部署起到了积极作用,实际经济增速在回落过程中基本能够良好地抵御各种外部随机冲击的产出效应。随后,继续对比金融稳定指数在不同区制内对经济增速的影响不难发现,在经济高波动区制内,金融稳定指数的估计结果并不显著($P=0.361>0.1$),这说明在样本前期,金融稳定与经济增长间不存在显著的依存关系,即:政府和有关部门对二者的监管基本是相互割裂的,并没有将稳定经济增长与控制金融风险进行有机统筹。其中,最为典型的例证即是:后“次贷危机”时期的“四万亿”救市计划虽然在短期内迅速提振了经济活力,但也使金融风险重回警戒线上方,造成了短期内的局部经济过热,并累积了较大的潜在金融风险。然而在现阶段,金融稳定指数的估计结果为-0.02,并能够在1%的显著水平下拒绝原假设,表明倘若此时金融稳定指数下降1个基点,将引发经济增速上升0.02个基点,这意味着现阶段金融稳定性的提升将会对经济增长产生积极作用,表明政府持续的结构调整取得了积极成效,金融稳定已不再是制衡经济增长的先决要素,稳增长与防风险的目标已经初步实现了有机统筹。最后,就转移概率的估计结果来看,无论是区制0还是区制1均具有较强的惯性运行特征,其中的自维持概率高达0.926,根据概率-持续期转换计算公式易知,样本自2014年再度进入区制1后,将维持13.5个季度,这说明在未来的

1—2年内,金融稳定与经济增长协调发展的概率较大。因此,政府和有关部门应对此高度重视,积极做好资本市场监管、银行体系风控和房地产市场清库存的工作,从而为我国经济发展“新常态”时期内的金融风险治理和系统性紧缩风险防范提供切实帮助。

三、结论与政策建议

尽管有关金融稳定对经济增长影响机制的研究已日臻成熟,但是在非线性区制转移框架下探讨金融稳定与经济增长间依存关系的研究仍不多见。本文正是从这一视角出发,以波动率作为区制划分变量,测度了金融稳定对经济增长的非线性影响机制,从而弥补了这一领域内的研究空缺。具体而言,主要得出以下几方面结论。

第一,我国金融体系在样本期间内的绝大部分时期均处于较为稳定的状态,只有在2007年4月至2008年3月以及2009年2月至2010年4月两个较短的时段内,金融稳定指数超过了警戒线水平。而自2010年欧债危机过后,金融稳定指数一直稳定在警戒线下方,说明现阶段政府和有关部门对金融风险高度重视,并始终将其控制在适宜水平。

第二,含有金融稳定指数的区制转移模型对经济增速的拟合优度极高(约为0.98),说明二者间的确存在显著的非线性依存机制。

第三,进一步分析金融稳定指数在不同区制内对经济增长的影响系数可以发现:在“次贷危机”和“欧债危机”时期,金融稳定与经济增长并不存在显著的依存关系,这说明该段时期内政府对金融风险和紧缩风险的治理是相互独立的;而自经济运行步入“新常态”时期以来,金融风险的降低能够起到明显的防紧缩作用,表明政府和有关部门的宏观调控举措起到了良好的调控效果,能够实现“稳增长”与“防风险”的有机统筹。

“十二五”后期以来,面对实体经济下行压力加大,宏观金融风险上升,中国经济运行已经呈现出阶段性的特点与“新常态”。“新常态”的产生意味着经济变量的变化趋势,政府宏观调控的方向与目标以及财政政策与货币政策的选择和使用都将随之发生改变。然而需要指出,尽管现阶段系统性紧缩风险加剧与金融风险上升等多重

挑战并存,但这并不意味着这些矛盾不可同时得到改善和化解。本文的研究结果表明:政府当前为统筹系统性紧缩风险和金融风险所采取的宏观调控举措(如:非对称降息、PSL、再贷款等定向调控式的货币政策以及积极的财政政策)已取得积极成效,这意味着在本轮经济调整结束之后,宏观经济将实现更具包容性的经济增长。因此,政府和有关部门应对此高度重视,切实做好如下四方面战略部署:一是坚持总量平衡、用好增量的宏观调控方针,加强财政政策与货币政策的定向调控功能,只要经济增速不失速下滑,绝不采取强刺激措施进行逆周期调控;二是坚定不

移走可持续发展道路,增强经济增长的平衡性和包容性;三是加强金融市场环境治理,为投资者提供更多的良性督导,坚持引导价值投资,使虚拟经济发展与实体经济运行紧密结合,充分实现金融体系优化资源配置的功能;四是加强各方面监管的协调统一,优化体制机制,建立更为有效的沟通协调机制,切实做到简政放权,从根本上提高我国经济发展与金融风险治理层面上的效率。以上四方面战略的贯彻落实不仅事关当前的多重矛盾治理,同时还必将对“十三五”期间的经济发展格局产生深远影响。

参考文献

- [1] King R. and Levine R. "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", in *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No.3, 1993.
- [2] 万晓莉:《1987—2006年金融体系脆弱性的判别与测度》,载《金融研究》2008年第5期。
- [3] Hsin-Yu Liang, Alan K. R. "The Impact of Banks and Non-bank Financial Institutions on Economic Growth", in *Service Industries Journal*, Vol.32, No.5, 2012.
- [4] 邓创、徐曼:《中国的金融周期波动及其宏观经济效应的时变特征研究》,载《数量经济技术经济研究》2014年第9期。
- [5] 刘金全、刘达禹、付卫艳:《金融机构脆弱性与经济增长的区制关联性研究》,载《南京社会科学》2015年第2期。
- [6] 张洪涛、段小茜:《金融稳定有关问题研究综述》,载《国际金融研究》2006年第5期。
- [7] 刘金全、刘达禹:《货币政策对金融稳定影响机制的迁移性检验》,载《商业研究》2014年第9期。
- [8] 刘金全、刘达禹、张达平:《资产价格错位与货币政策调控:理论分析与政策模拟》,载《经济学动态》2015年第7期。
- [9] 刘金全、刘达禹、张都:《我国经济周期波动的“软着陆”态势与持续期估计》,载《经济学家》2015年第6期。

[责任编辑 国胜铁]

Study on the Mechanism of Non-Linear Influence of Financial Stability on Economic Growth

LIU Jin-quan, PAN Chang-chun

(Study Center of Quantity Economics, Jilin University, Changchun, Jilin 130012, China)

Abstract: This article adopts main factor analysis method in order to get the index of our financial stability as well as regimes switching model to measure the non-linear reliable mechanism. The result shows that financial stability influences economic growth with obvious non-linear characteristics. Among them, there is not obvious reliable relation between the two in financial crisis. When economic growth steps into "new state", the reliable characteristics become more obvious and shows clear coordinating development tendency. Therefore, government and other related departments should keep the complicated balancing management idea and propel the secure operation of financial system under the condition of stable economic growth.

Key words: economic growth, financial stability, regimes switching model